

# Política de Inversión

2.º trimestre de 2021 | Marzo de 2021

Redacción | **Gianluca Tarolli, CFA** | Economista principal y estratega, co-CIO

## Puntos clave

### Implicaciones de la subida de los tipos de interés

Desde la elección en noviembre de J. Biden en EE.UU., los **márgenes soberanos** a 10 años han subido un 0,7%, a 1,53% en USD. Ello se explica no solo por un aumento de las expectativas de **inflación** del orden de 0,5%, y actualmente de 2,3%, sino también por un incremento de 0,2% de los tipos **reales**, que se mantienen en territorio negativo, a -0,7% (**Gráfico 1**). El desencadenante es la confirmación del plan de estímulo de EE.UU. de 1,9 billones de USD, que se suma a los 2 billones de marzo de 2020 y a los 0,9 billones de diciembre: en total, el equivalente a algo más del 20% del PIB (¡lo nunca visto!).

El mercado de bonos empieza a incorporar una recuperación económica muy fuerte, acompañada de un crecimiento más rápido de los precios. Esta evolución es bastante saludable y coherente con la mejora prevista de los fundamentos económicos, lo que da a la **Reserva Federal** cierta flexibilidad. Su papel consistirá en limitar este aumento al nivel que considere óptimo y, sobre todo, garantizar que las condiciones financieras sigan siendo acomodaticias. Su silencio actual parece confirmar que, por el momento, este nivel no es aún preocupante y que sus repercusiones para la economía serán moderadas.

Aunque es realmente prematuro extrapolar un impacto inminente sobre la actividad, el impulso de la revisión de las perspectivas de crecimiento sigue siendo alcista, y los efectos de esta tendencia ya son visibles en los mercados financieros.

En renta fija, el segmento de **crédito de alto rendimiento**, más arriesgado, supera al **crédito de buena calidad**, que a su vez mantiene su ventaja respecto a los bonos soberanos, más seguros, pero que actualmente se enfrentan a más dificultades.

En **renta variable**, los sectores más afectados son los de crecimiento, que se han beneficiado en gran medida del descenso de los tipos de interés durante varios años, y los defensivos, que han aprovechado las incertidumbres más recientes asociadas a la pandemia. Por otro lado, los valores cíclicos se están beneficiando de la reactivación económica y las acciones de "valor" se ven impulsadas al alza por la subida de los tipos de interés.

Se espera que estas tendencias continúen, pero a un ritmo más moderado. ¡Penalizan al exceso de precaución, con la esperanza de que prevalezcan sobre la toma de riesgos!

## Panorama y conclusiones

- El ritmo de **vacunación** determina el ritmo de recuperación de la actividad
- Fuerte **aceleración** del crecimiento en el S2
- **China** va por delante, EE.UU. le sigue
- Plan de **estímulo** histórico en EE.UU.

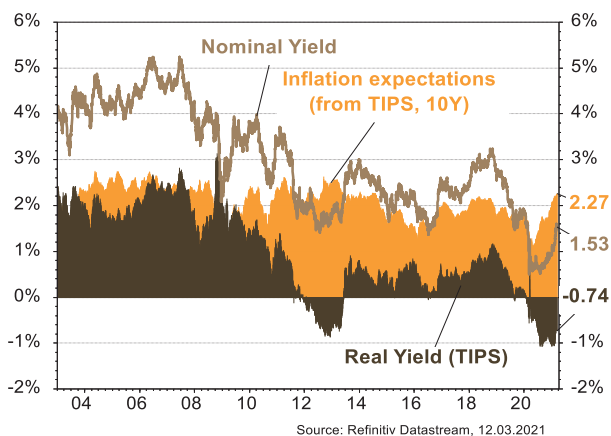
- **Acciones:** "neutral". Continuación del cambio hacia acciones más cíclicas y de "valor"
- **Bonos:** reducción del crédito de calidad (IG). Preferencia por el carry trade (segmento de alto rendimiento y deuda soberana de mercados emergentes en USD)
- **Divisas:** ajustes (↑USD y GBP; ↓EUR y CHF)
- **Liquidez:** aumento tras la venta de bonos IG

### Asignación de activos

	UW (-)	N (=)	OW (+)
<b>Acciones</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Bonos soberanos</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Crédito</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Inversiones alternativas</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Liquidez</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Acciones EE.UU.</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Europa</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Suiza</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Japón</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Mercados emergentes</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Bonos Soberanos</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Empresas de calidad (Inv. Grade)</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Empresas de altos rendimientos</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Soberanos mercados emergentes (USD)</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Soberanos mercados emergentes (local)</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

## Economía: ¿existe el riesgo de recalentamiento de la economía a finales de año? —

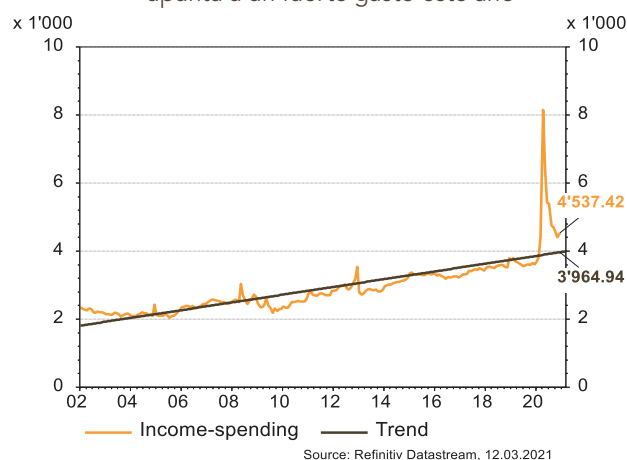
**Gráfico 1** | Tipos de interés en USD: la subida de los tipos nominales se debe al aumento de las expectativas de inflación y de los tipos reales



Plantearse la cuestión del riesgo de recalentamiento en EE.UU. cuando parte de la economía mundial sigue paralizada puede resultar un ejercicio de estilo de economistas. Si bien esta cuestión parece fuera de lugar, en realidad no es tan descabellada.

La escala del **plan de estímulo** de la Administración Biden y la asignación de recursos constituyen el origen mismo del debate. De los 1,9 billones de USD de nuevo gasto presupuestario, casi 1 billón irá directamente a los bolsillos de los consumidores (500.000 M en bonos para los hogares, 350.000 M en un aumento de las prestaciones por desempleo y 120.000 M en créditos fiscales para las familias). Gracias a las ayudas ya pagadas en 2020, los hogares de EE.UU. vieron aumentar sus ingresos el año pasado, algo nunca visto en recesiones anteriores! Y como gastaron menos de lo habitual, su exceso de ahorro se acerca a los 600.000 M de USD (**Gráfico 2**). En total, el **excedente** que podría gastarse asciende, por tanto, a 1,6 billones de USD, es decir, alrededor del 8% del PIB. La distribución directa de subsidios a los hogares, iniciada por cierto bajo la presidencia de D. Trump, corresponde ni más ni menos a la aplicación

**Gráfico 2** | EE.UU.: el exceso de ahorro de los hogares apunta a un fuerte gasto este año



de la nueva **teoría monetaria moderna**, tan impopular. De hecho, es una respuesta a las críticas, legítimas, de que la ayuda se asignó mal durante la gestión de la crisis financiera de 2009 y no se orientó lo suficiente hacia la economía. Como resultado, la **inflación** se ha concentrado en los precios de los activos, con una liquidez que fluye principalmente hacia los mercados financieros. Este cambio de política debería conducir, y el mercado empieza a anticiparlo, a un aumento más sostenible de los precios de los bienes y servicios, no solo de los activos. Como la acumulación de las ayudas parece superar las necesidades a nivel global, y no precisamente para cada familia considerada de forma aislada, está justificado imaginar no solo un crecimiento muy fuerte de la actividad, sino también un aumento de las presiones inflacionistas.

A más corto plazo, el ritmo de **vacunación** determinará el ritmo de recuperación de la actividad. Después de China, que va muy por delante en este ciclo, se espera que la economía de EE.UU. registre un sólido crecimiento en el T1, antes de acelerar considerablemente a partir del T2. Le seguirá Reino Unido, que registra un fuerte aumento en la tasa de vacunación de su población.

## Mercados financieros

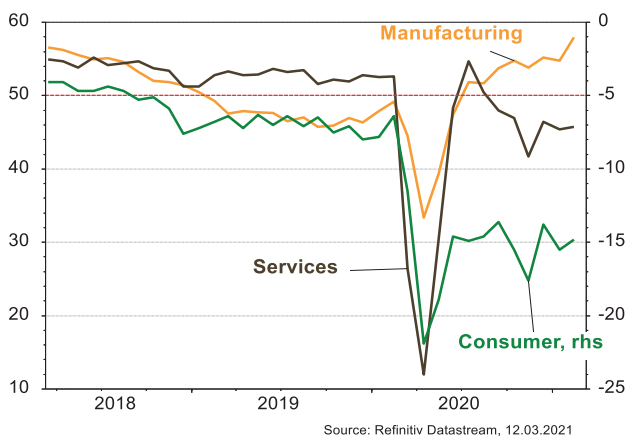
*) Al 12.03.2021	Rendimiento			Valorización			Crecimiento de beneficios			
	Precio (moneda local)	Trimestre T1*	Desde el 31.12.2020	P/BPA a 12 meses	Rendimiento en dividendos	Precio / Activos netos	BPA a 12 meses	BPA 2021	BPA 2022	BPA 2023
<b>Mercados de renta variable</b>										
EE.UU.	3'834.84	4.55%	4.55%	21.86	2.0%	4.3	20%	24%	14%	11%
Europa	423.08	6.03%	6.03%	16.97	2.7%	1.9	29%	36%	16%	10%
Japón	1'951.06	8.10%	8.10%	16.78	1.9%	1.4	42%	-5%	44%	15%
Suiza	10'839.93	1.30%	1.30%	17.42	2.9%	3.0	9%	9%	10%	8%
Reino Unido	3'851.15	4.80%	4.80%	14.07	3.2%	1.7	38%	51%	14%	9%
Mercados emergentes (USD)	1'348.20	4.41%	4.41%	15.34	2.3%	2.1	28%	35%	16%	13%
World (USD)	2'807.21	4.36%	4.36%	19.80	2.2%	2.9	23%	28%	14%	11%

Fuente: Datastream, Consensus IBES

Europa continental, incluida Suiza, se sumará a estos países, con un crecimiento fuerte y sincronizado a escala mundial en la segunda mitad del año. En su ejercicio trimestral de marzo, la OCDE elevó sus perspectivas de crecimiento para EE.UU. (6,5%), la zona euro (3,9%) y China (7,8%, estable).

Si bien las estadísticas, que mejoran en Europa, corresponden principalmente a los indicadores de confianza (sobre todo del sector industrial, y en menor medida el sector servicios y los hogares), el fortalecimiento de la economía en EE.UU. ya es visible en los datos de actividad, como muestran las ventas al por menor, que suben un 5,3% m/m en enero (**Gráfico 3**).

**Gráfico 3** | Zona euro (indicadores de confianza): solo el sector industrial vuelve al nivel de confianza anterior a la COVID



En contra de su práctica habitual, el Congreso anual del Partido Comunista de China no desveló un objetivo de crecimiento preciso para el año en curso, ni para el período 2021-2025. Se limitó a señalar que esperaba una tasa superior al 6% este año y a reforzar los objetivos económicos de aumentar el valor añadido de la producción industrial, continuar su urbanización y acelerar la descarbonización de su economía. Puesto que el país

ya ha salido de la crisis, el PIB ha subido actualmente un 2,3% en 2020 con respecto a 2019. Se eliminarán gradualmente los apoyos, en particular en materia de crédito, y ello permitirá a la economía limitar los riesgos de excesos.

En la **zona euro**, Mario Draghi ha asumido la dirección de un nuevo gobierno técnico en Italia. Su misión es clara: tranquilizar a Europa en la gestión de los fondos asignados a Roma (casi 200.000 M de EUR) en el marco del "Fondo de recuperación".

Además, la **divergencia en la política monetaria** que se está produciendo ahora, con un **BCE** más acomodaticio que la **Reserva Federal**, debería marcar el fin temporal de la apreciación del EUR y ayudar así a impulsar las exportaciones de la zona, en un entorno de inflación creciente.

Aunque se espera que el coste de la pandemia para las **cuentas públicas suizas** aumente, parece estar bajo control. La buena gestión de los fondos públicos en los años anteriores ha permitido al país afrontar la crisis con un nivel de deuda muy bajo para los estándares internacionales (solo 26,7% del PIB a finales de 2019). Por tanto, su aumento de algo más del 4% del PIB (+16% del PIB en la zona euro y +20% del PIB en EE.UU.) conduce a una deuda total equivalente al 31,3% del PIB en 2020. A título de recordatorio, en 2003, fue del 46,3%. Además, el **BNS** registró el año pasado unos beneficios (contables) de 20,9 billones de CHF. Aunque es probable que este resultado varíe mucho y, por tanto, no se puede distribuir a la ligera, el 2021 comienza bien para el Sr. Jordan: el CHF, afectado por la propensión al riesgo mundial imperante y la figura tranquilizadora del Sr. Draghi en la zona euro, se deprecia frente al USD y al EUR. Suiza sigue estando bien situada para recuperarse, ya que sus cuentas públicas siguen estando entre las mejores.

	Nivel al 12.03.2021	Variación T1* (en pb)	Var. desde el 31.12.2020 (en pb)
<b>Bonos soberanos a 10 años</b>			
Tipos USD - EE.UU.	1.64%	72	72
Tipos EUR - Alemania	-0.33%	25	25
Tipos JPY - Japón	0.12%	9	9
Tipos CHF - Suiza	-0.32%	23	23
Tipos GBP - Reino Unido	0.86%	62	62
Mercados emergentes (USD)	3.95%	38	38
Mercados emergentes (moneda local)	6.52%	48	48
<b>Materias primas</b>	Precio	Trimestre T1*	Desde el 31.12.2020
Oro (USD/onza)	1'710.69	-9.9%	-9.9%
Brent (USD/brl)	68.73	32.0%	32.0%

	Nivel al 12.03.2021	Variación T1*	Variación desde el 31.12.2020
<b>FX</b>			
EUR vs CHF	1.1092	2.55%	2.55%
EUR vs USD	1.1959	-2.58%	-2.58%
EUR vs JPY	130.1063	2.99%	2.99%
EUR vs NOK	10.0870	-3.71%	-3.71%
GBP vs EUR	1.1681	5.59%	5.59%
GBP vs USD	1.3895	1.65%	1.65%
USD vs CHF	0.9291	5.11%	5.11%
USD vs CAD	1.2495	-1.92%	-1.92%
AUD vs USD	0.7750	0.43%	0.43%

Fuente: Datastream

## Preferencias en materia de divisas

Rango 1 Apreciación prevista	Rango 2 Estabilización	Rango 3 Depreciación prevista
<b>USD</b>	<b>GBP   JPY   ORO   NOK</b>	<b>CHF   EUR</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>↑ USD:</b> se beneficia de unas políticas monetarias divergentes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>↑ GBP:</b> valorización atractiva y recuperación económica prevista (vacunación)</li> <li>▪ <b>JPY:</b> valorización atractiva y divisa segura</li> <li>▪ <b>ORO:</b> divisa de protección y activo de diversificación</li> <li>▪ <b>NOK:</b> estabilización tras el repunte del precio del petróleo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>↓ CHF:</b> valorización elevada, afectado por la propensión al riesgo</li> <li>▪ <b>↓ EUR:</b> lastrado por un retraso en la recuperación y un BCE más acomodaticio</li> </ul>

## Conclusiones sobre inversión

Los principales **cambios** en nuestros modelos de inversión durante el trimestre son la continuación de los cambios iniciados en el T4 de 2020: reducción de nuestra exposición a los bonos de **crédito de calidad** y, en renta variable, se prosigue el giro hacia valores de mayor **“valor” y más cíclicos**.

De hecho, el nivel muy bajo de los diferenciales del segmento de crédito de mayor calidad se ha vuelto insuficiente para absorber la subida de los tipos de interés soberanos y están apareciendo rendimientos negativos. El excedente que ofrece el alto rendimiento, la categoría de crédito más arriesgada, es aún suficiente. Además, su duración es más breve, por lo que el precio es menos sensible al aumento de los tipos. También hemos empezado a mantener una posición en **bonos soberanos** chinos, en moneda local: el exceso de rendimiento es atractivo y la moneda registra fundamentos sólidos.

Esta tendencia de los tipos de interés afecta a la valorización de las acciones de larga duración, es decir, de las empresas de crecimiento con gran visibilidad. El aumento de la pendiente de la curva de rendimiento favorece a los valores financieros. La esperada aceleración de la actividad hace que las empresas cíclicas —más expuestas a la economía— sean más atractivas en comparación con sectores más defensivos.

En cuanto a las divisas, el **dólar** se recupera gracias a un diferencial de tipos de interés que vuelve a estar a su favor. La libra esterlina se beneficia de las consecuencias del Brexit, pero sobre todo del éxito de la campaña de vacunación en el país. El euro se ve afectado por las restricciones económicas y un BCE más acomodaticio que la Reserva Federal. La pérdida de interés por el franco suizo es el resultado del optimismo imperante. Puesto que estas tendencias pueden continuar, estamos ajustando en consecuencia nuestra exposición a las divisas.

Cierre de redacción | 12 de Marzo de 2021

Este documento se ha elaborado únicamente a efectos informativos y Bordier & Cie SCmA lo proporciona exclusivamente en el contexto de la relación contractual existente con la persona que lo recibe. Los puntos de vista y las opiniones que en él se expresan son los de Bordier & Cie SCmA. Su contenido no podrá ser reproducido ni redistribuido por personas no autorizadas. La reproducción o difusión no autorizada del presente documento implicará la responsabilidad del usuario, pudiendo dar lugar a acciones penales. Los elementos que forman parte de su contenido se ofrecen a título informativo y en ningún caso constituyen una recomendación en materia de inversión, ni asesoramiento jurídico o fiscal proporcionado a terceros. Además, es importante recalcar que las disposiciones de nuestra página “Aviso legal” son plenamente aplicables a este documento y en particular las disposiciones relativas a las restricciones derivadas de diferentes leyes y reglamentos nacionales. En consecuencia, el Banco Bordier no presta servicios de inversión o asesoramiento a “personas estadounidenses” según la definición contenida en las normas de la Comisión de Bolsa y Valores. Por otra parte, la información de nuestro sitio Web —incluido el presente documento— no está dirigida, de ninguna manera, a tales personas o entidades.

Política de Inversión | Marzo de 2021

4/4  
Design ClíPa

**Bordier & Cie SCmA** | Banquiers Privés depuis 1844

Rue de Hollande 16 | case postale 5515 | CH-1211 Genève 11 | t +41 58 258 00 00 | f +41 58 258 00 40 | bordier.com